

信托视角下基础设施 REITs 治理机制的完善

杨宏芹* 叶志港**

摘要:我国基础设施 REITs 采取的双层 SPV 架构增加了交易成本,也难以实现信托的风险隔离功能。基金管理人主导基金的运行并负责管理项目公司,缺乏权力制衡机制,外部管理机构的受托责任并不明晰。为保护投资者利益,完善基础设施 REITs 的治理机制,构建特殊目的信托的 SPV 架构,适用信托法律规范;完善公募基金的治理机制,引入独立董事制度,明确外部管理机构是信托受托人,对基金持有人负有信义义务,并在重要决策中发挥持有人大会的作用。

关键字:公募基金 基金管理人 信托 信义义务

2020年4月30日,证监会、国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称《通知》),2020年8月6日,证监会发布《公开募集基

* 上海对外经贸大学法学院副教授。

** 上海对外经贸大学法学院民商法硕士研究生。

基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》)。自此,公募基金基础设施 REITs 在中国的试点正式启动。基础设施 REITs 采用“公募基金 + 资产支持证券”模式,从纵向的产品架构看,双层 SPV 架构不仅导致交易成本过高,且资产支持证券也有无法实现风险隔离的隐患。从横向的基金管理看,基金管理人享有较高的管理权限,缺乏权力制衡机制,外部管理机构的受托责任也不明晰。为完善基础设施 REITs 治理机制,保护投资者的利益,笔者以信托原理为出发点,从纵向产品架构和横向基金管理两个方面,对基础设施 REITs 治理机制存在的问题进行分析。

一、基础设施 REITs 的信托法律关系分析

REITs,是英文“real estate investment trusts”的缩写,境内试点文件将其翻译为“不动产投资信托基金”,是一种以发行基金份额等收益凭证的方式,汇集投资人的资金,由专门投资机构进行不动产投资经营与管理,并将投资综合收益按比例分配给投资人的一种信托基金。

(一) 基础设施 REITs 的产品结构和性质

我国目前推行的基础设施 REITs,采取以“公募基金 + 资产支持证券”为双“特殊目的载体”(special purpose vehicle, SPV)的核心架构。二者都由证监会监管,其中公募基金是以公开方式向社会公众投资者募集资金并以证券为投资对象的证券投资基金,此处的资产支持证券(asset-backed security, ABS)主要是指企业资产支持证券中的资产支持专项计划(以下简称专项计划),是指证券公司、基金管理公司子公司为开展资产证券化业务专门设立的一个特殊目的载体。^[1]

在《通知》颁布前,基础设施 REITs 主要有几种拟采用的试点方

[1] 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》([2014]49号)第4条规定,证券公司、基金管理公司子公司通过设立特殊目的载体开展资产证券化业务适用本规定。前款所称特殊目的载体,是指证券公司、基金管理公司子公司为开展资产证券化业务专门设立的资产支持专项计划(以下简称专项计划)或者中国证监会认可的其他特殊目的载体。

案,其一,ABS公募化,即ABS直接发行公募证券份额,但是基于《证券法》的规定,^[2]企业资产证券化产品无法突破200人的限制进行公开发行证券,ABS能否直接公募化还需国务院修订规则,该方案在我国尚不可行;其二,公募基金直接持有项目公司股权,但公募证券投资基金受限于《证券投资基金法》第72条的规定,不得直接投资未上市公司的股权;^[3]其三,试点方案“公募基金+ABS”,该方案原来存在的法律障碍在于俗称的“双10%”限制,^[4]公募基金必须基于分散投资而进行的投资限制,不过《指引》第25条第2款规定基础设施基金投资基础设施ABS的比例不受公募基金的“双10%”限制,公募基金可以投资ABS并持有其全部份额。试点方案是目前现有制度框架和监管环境下的较优选择,也是立法突破最少、从而快速推出试点的现实路径选择。因此,根据《指引》明文规定,基础设施REITs形成了“公募基金+ABS+项目公司”三层嵌套的产品架构。《指引》未提及基础设施REITs必须嵌入私募基金,却也未明确禁止私募基金加入交易结构,实践中可能出于项目公司存续期税务筹划、私募基金专业管理职能等因素的考量,增加私募基金作为一层架构,形成“公募基金+专项计划+私募基金+项目公司”四层嵌套的产品架构。

我国在基础设施REITs试点之前,并没有公募REITs,只有以私募基金为载体的类REITs,采取“ABS+私募基金”架构。投资者认购ABS,ABS认购私募基金,私募基金通过股权收购及债权投资持有及控

[2] 《证券法》第2条规定:“……政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法……资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定……”第9条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册……有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人,但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内……”

[3] 《证券投资基金法》第72条规定:“基金财产应当用于下列投资:(一)上市交易的股票、债券;(二)国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。”

[4] 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第32条第1款第1~2项规定:“基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有下列情形:(一)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值超过基金资产净值的百分之十;(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,超过该证券的百分之十……”

制拥有基础资产的项目公司。^[5] 而原始权益人按照向 ABS 转移其合法拥有的基础资产以获得资金,同时也是资产证券化的发起人。^[6] 类 REITs 分为偏债性类 REITs 和偏股性类 REITs,目前发行的类 REITs 绝大部分为偏债性的,主要投资者是银行类金融机构,以获取固定回报为目的,原始权益人一般有到期回购安排,并附带各种增信措施,比如 ABS 产品中的“结构化”模式,即分级结构,次级产品主要由发行企业支持,优先级产品向市场进行发行,市场投资者仅获取固定的本息收入,不参与不动产的增值收益,也不承担不动产贬值的风险。因此,类 REITs 多为融资类证券化产品,债权属性明显,原始权益人仍然保留了对于资产几乎所有的收益风险及控制,真实出售存疑。基础设施 REITs 产品具备权益属性,并非保本保息,投资人没有固定回报的要求,其承受全部的产品风险。公募基金也被禁止采取分级结构,投资人实际上已经成为 REITs 产品的剩余财产权利人,相当于股票市场投资人,通过项目公司分红获得收益。

(二) REITs 治理结构中的信托关系

1. 境外权益型 REITs 的法律架构

世界上主要国家和地区的权益型 REITs,根据治理结构的不同,主要有公司型和契约型两种模式,^[7] 美国和日本都主要是公司型 REITs,采用设立股份公司的方式募集资金,具备独立的法人地位,投资者作为股东,常设董事会管理公司,进而管理不动产物业,通过公司治理机制协调资金所有人和管理人的关系,可有效实现资产管理的“内部化”。^[8] 契约型 REITs 的运行本质是一种持续运行的类公司实体,主要采用契约型信托的方式募集资金,利用信托财产独立性和信义

[5] 参见吕巧玲、陈雷、郭杰群:《中美资产证券化:比较与借鉴》,载《金融市场研究》2018年第3期。

[6] 参见胡喆、陈府申主编:《图解资产证券化——法律实务操作要点与难点》,法律出版社2017年版,第54~64页。

[7] See The Technical Committee of the IOSCO, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes*, Final Report, Part I, p. 5 (June 2006).

[8] Capozza D. R., Seguin P. J., *Debt, Agency, and Management Contracts in REITs: The external advisor puzzle*, *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 20(2), 2000, pp. 91 - 116.

务建立资金所有人和管理人的关系,由管理人对 REITs 进行持续管理与运营,使 REITs 成为一个类似于上市公司的商业物业运作平台。^[9]

契约型 REITs 在新加坡、我国香港地区和我国台湾地区较为流行,新加坡现在为亚洲第二大 REITs 市场。以新加坡为例,契约型 REITs 以契约型信托为核心展开,由管理人(发起人)、投资者与受托人签订信托合约设立 REITs,REITs 收购并持有标的物业的项目公司股权,从而控制项目公司拥有的底层物业。REITs 资产由受托人持有,信托公司作为受托人发行信托凭证,代表投资者的利益持有资产并聘任、监督管理人;信托资产的管理由发起人设立的基金管理人负责,实际上是由发起人负责具体的资产管理。管理人是一个关联且主动的核心角色,负责 REITs 的投资管理、资金管理及资产管理;受益人则在受托人或管理人认为需要其进行决策的重大事项上进行决策;信托受托人不参与 REITs 运营管理,是一个独立而被动的角色。在这种模式下,信托受托人的角色一分为二,受托人的管理职责分给了 REITs 管理人,二者是对立统一的概念。受托人对信托财产的持有和对信托管理的监督,制衡了管理人因其为发起人关联方角色的利益冲突,又充分发挥了管理人因这一角色而具备的物业熟悉程度与项目管理经验优势,平衡了保护投资者利益和发挥发起人积极性。^[10]

2. 我国基础设施 REITs 中的信托关系

目前,我国金融行业实行“分业经营、分业监管”的模式,根据《证券法》等的规定,非信托公司不能经营信托业务,信托公司是银保监会发放牌照的金融机构,不属于证监会监管的机构。^[11]从《证券投资基金法》第2条和第3条看,我国公募基金属于契约型基金,运作直接依

[9] 中国证券业协会资产管理业务委员会专题研究小组:《房地产投资信托基金发展路径与税收政策研究》,载《创新与发展:中国证券业2019年论文集》,第598页。

[10] 陈府申:《借鉴新加坡 REITs 经验调动发起人积极性》,载《中国证券报》2020年11月30日,第A02版。

[11] 《信托公司管理办法》第7条第2款规定:“未经中国银行业监督管理委员会批准,任何单位和个人不得经营信托业务,任何经营单位不得在其名称中使用‘信托公司’字样。法律法规另有规定的除外。”在法律法规没有明确规定专项计划为信托属性的背景下,证券公司和基金子公司不能从事营业性信托活动,可能也就并不愿意明确宣称专项计划为信托属性,以避免被认定为未经批准经营信托业务。

据是基金合同和法律规定,未冠以“信托”之名,但契约型基金所引发的法律关系却有着信托法律关系的一般性。^[12] 首先,存在信任基础,委托人对受托人存在信任,受托人为了受益人而非自己的利益管理和处分信托财产;其次,信托财产的转移和独立性,信托财产需要委托(转移)给受托人,并且该财产具有高度的独立性,和受托人自己的固有财产区分开来;最后,受托人以自己的名义对受托财产进行管理和处分,并对财产事务的管理享有裁量权。同时,《证券投资基金法》第2条明确规定,公募基金可以适用《信托法》的法律规定。因此,采用公募基金作为发行载体具有较为坚实的信托法律基础。在《证券投资基金法》的强制性规范下,公募基金实质上是以信托法原理为基础,基金份额持有人是委托人和受益人,基金管理人和基金托管人是受托人。

ABS 与公募基金是典型的资产管理业务,受托人通常在资管业务的开展中居于核心地位,这与委托代理关系中以委托人为中心的规范模式明显不同。投资者若对资金的投向及其运用进行过度干预,将严重干扰资管业务的正常开展,投资者借助资管机构的专业知识和经验投资获利的目的也就无从实现。在资产管理业务中,实质反映的都是受托人为受益人的利益或者实现特定目的而持有财产,以受益人利益为一切决策的出发点,不得从事与受益人利益相悖的行为,这与《信托法》中的理念不谋而合。实践中,监管层也不倾向于将资管业务认定为委托关系,^[13] 否则会减轻受托方的义务而要求投资者承担过高的调查成本。^[14] 例如,《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称

[12] 参见刘俊海:《投资基金立法中的若干争议问题研究》,载《杭州师范学院学报》2002年第2期。

[13] 2016年7月,中国证券投资基金业协会的《〈私募投资基金合同指引〉起草说明》,“契约型基金本身不具备法律实体地位,其与基金管理人的关系为信托法律关系,因此契约型基金无法采用自我管理,且需由基金管理人代其行使相关民事权利。”;2018年11月,证监会相关部门负责人就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及其配套规则(合称《资管细则》)答记者问中指出:《资管细则》依法明确各类私募资管产品均依据信托法律关系设立,明确了资管计划财产独立、资管产品“卖者尽责、买者自负”、落实信托法律关系。

[14] 参见季奎明:《历史、议题与展望:中国信托业、信托法四十年》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第26卷),法律出版社2019年版,第177页。

《九民纪要》)第88条第2款就为各类资管业务被认定为信托关系提供了司法层面的重要参照。^[15]因此,“信托”理念作为一个普遍性的概念,其原理和法律适用可以涵盖很多领域,某法律关系是否属于信托法律关系,并不随监管职权的划分而改变,《信托法》可以调整一切信托关系,而不管名称中是否有“信托”二字。^[16]

二、我国基础设施 REITs 治理机制存在的问题

从产品架构看,我国基础设施 REITs 采用“公募基金 + ABS”的双层 SPV 架构;从基金管理看,基金管理人有受托人和管理人的双重身份,享有较多的管理权限。相较于境外契约型 REITs,我国基础设施 REITs 存在多层信托结构和职权集中的特点,这种治理机制可能会产生一定的问题。

(一) 双层 SPV 架构的复杂性和脆弱性

基础设施 REITs 与境外契约型 REITs(如新加坡)比较明显的区别在于多了一层资产支持证券。在基础设施 REITs 的 SPV 架构中,公募基金是主动管理,承担了相当的职责,而基础设施 REITs 中的专项计划不算主动管理,从《指引》第25条第1款来看,^[17]公募基金的基金管理人与专项计划管理人是实际控制关系或受同一控制人控制。因此,基础设施 REITs 名为双层,实为单层,专项计划只是作为通道,基础设施 REITs 治理机制的设置及权利义务主要在公募基金层面。基础设施 REITs 的双层 SPV 架构增加了交易成本,如较高的通道费可能会侵蚀

[15] 《九民纪要》第88条第2款规定:根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的规定,其他金融机构开展的资产管理业务构成信托关系的,当事人之间的纠纷适用信托法及其他有关规定处理。

[16] 参见赵廉慧:《〈信托法〉是调整资管业务的基本法》,载《当代金融家》2018年第11期。

[17] 《指引》第25条第1款规定:“基础设施基金成立后,基金管理人应当将80%以上基金资产投资于与其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的基础设施资产支持证券全部份额,并通过特殊目的载体获得基础设施项目全部所有权或经营权利,拥有特殊目的载体及基础设施项目完全的控制权和处置权……”

投资回报,而作为通道的专项计划本身又存在能否实现风险隔离的疑问。

SPV 主要有两种形式:一种是特殊目的公司,即 SPC (special purpose corporation);另一种是特殊目的信托,即 SPT (special purpose trust)。我国资产证券化主要采取 SPT 模式,由信托公司设立信托计划,开展信贷资产证券化业务,以《信托法》为依据,实现信托财产风险隔离的功能;证券公司及基金管理子公司发行专项计划,开展企业资产证券化业务,但在立法和司法实践层面,专项计划的法律定性都较为模糊。^[18]首先,专项计划在法律上不具有主体地位,其独立性缺乏法律保障,相关协议的签署和履行只能是作为管理人的证券公司或基金子公司。“专项计划”中所有关于“专项计划”独立性的安排都只能视为“专项计划”各参与方的一种基于合同产生的义务或承诺,不具有对抗性,不能对抗当事人以外的第三人。^[19]其次,证监会制定了一系列专门性的规章来指导企业资产证券化业务,如《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》(以下简称《管理规定》),根据这些规定,^[20]“专项计划”资产独立于原始权益人、管理人和投资人,内容上能够起到特殊目的信托的作用,但成立“专项计划”所依据的文件仅为证监会的部门规章,不具有法律和法规所具有的效力,其效力层级低于作为法律的《信托法》和《破产法》,当与《破产法》发生冲突时,仍会适用效力优先的原则。最后,我国司法实践对专项计划的独立性缺乏统一

[18] 参见陈岚、朱维、李烁:《证券公司客户管理责任若干问题的法律思考》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第 25 卷),法律出版社 2018 年版,第 201 页。

[19] 参见林华主编:《中国资产证券化操作手册(上)》(第 2 版),中信出版集团 2016 年版,第 327 页。

[20] 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》([2014]49 号)第 5 条规定:因专项计划资产的管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产,归入专项计划资产。因处理专项计划事务所支出的费用、对第三人所负债务,以专项计划资产承担。专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的,专项计划资产不属于其清算财产。

认定标准,部分法院判决否定了专项计划的独立性。^[21] 美国的一些案例也显示,原始权益人破产时,法院可能判决 SPV 与原始权益人实质合并,以保护原始权益人的债权人的利益。^[22] 因此,原始权益人或专项计划管理人的破产风险有可能会危及基础资产的安全,一旦遭遇第三人的诉讼、强制执行或自身发生破产,难免会波及“专项计划”。

(二) 公募基金治理中缺乏权力制衡机制

基础设施 REITs 的治理机制主要聚焦于公募基金层面,基金持有人意在通过基金管理人的专业服务谋求更高的投资收益,基金管理人旨在谋求更多的管理费和自身效益的最大化,二者之间不仅存在信息不对称的问题,更有可能因目标不一致而引发利益冲突。尽管基金持有人可以自行监督基金管理人,但往往由于持有人人数众多、持有份额高度分散而难以发挥作用,多数采用“用脚投票”。随着基础设施 REITs 中机构投资者比例的增加,以及原始权益人 20% 以上的战略配售,公募基金的持有人将更热衷于“用手投票”,希望基金管理人能够为投资者利益妥善管理。因此,公募基金治理机制中亟须补充相应的制衡和监督机制,以此平衡持有人和管理人双方的权责利,若仅由基金管理人代表持有人利益行事,将存在较高的道德风险。

在我国公募基金治理机制中,基金持有人大会由基金份额持有人组成,是基金权力机构,具有一定的权限,比如对重大项目收购或出售、

[21] 湖北省来凤县人民法院在(2018)鄂 2827 执异 27 号的《游光兴、湖北格薪源生物质燃料有限公司买卖合同纠纷执行审查类执行裁定书》中,平安银行账号为 11 × × × 02 的账户户名为来凤县凯迪绿色能源开发有限公司,该账户的权利人是来凤县凯迪绿色能源开发有限公司而非案外人恒泰证券股份有限公司,故本院冻结上述账户内的存款符合法律规定,案外人恒泰证券股份有限公司的异议不能成立。恒泰证券股份有限公司关于前述账户为凯迪电力二期的监管账户,其账户内的资金属于专项计划资产的主张未获得湖北省来凤县人民法院的认可;湖北省来凤县人民法院在(2018)鄂 2827 执异 35 号《庄辉建、湖北格薪源生物质燃料有限公司买卖合同纠纷执行审查类执行裁定书》中,案外人恒泰证券股份有限公司与被执行人来凤县凯迪绿色能源开发有限公司签订的《平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)基础资产买卖协议》,只对其双方当事人具有约束力,不能对抗善意第三人。恒泰证券股份有限公司关于前述收入为凯迪电力二期的专项计划资产的主张未获得湖北省来凤县人民法院的认可。

[22] 参见彭冰:《资产证券化的法律解释》,北京大学出版社 2001 年版,第 104 ~ 128 页。

重大关联交易、更换外部管理机构等事项有事先决策权。基金份额持有人大会虽有一定的议事和决定权,但一般仅针对重大根本性条款的改变,其职权明显少于上市公司股东大会及董事会。^[23]而基金管理人具体负责独立尽职调查、聘请中介机构、进行基金估值评估以及履行基础设施运营管理职责等,具有较多的管理权限。相较于新加坡的受托人与管理人分离的模式,我国将主动管理职责完全赋予基金管理人,尤其是基础设施项目运营管理职责。^[24]问题在于,公募基金的本源在于组合投资,我国基础设施 REITs 中公募基金的当前价值更多体现为一个载体,却兼具了发行载体和资产管理的两项职能。从信托法律关系的角度,公募基金更适合的职能为发行载体及涉及基金的管理,并不适合进行资产管理,比如促进资产组合保值增值,物业改造和买卖环节、物业管理等。^[25]这将产生两个值得关注的问题。

其一,基础设施的控制权及投资主导权交给了公募基金管理人,原始权益人做 REITs 的资本市场平台价值在一定程度上就被削弱了,其发行和配合有效资产优化管理的动力会因此降低。^[26]实际上,原始权益人希望参与基础设施 REITs 的治理,发挥自身在基础设施投资运营管理方面的优势,而不希望简单地将优质基础设施资产出售出去,直接失去对基础设施项目的控制与管理。基础设施 REITs 聚焦于基础设施领域,其相关基础资产具有很强的公共服务属性,在实现投资方的经济

[23] 由于持有人大会的权限主要来自基金合同,因此其权利的范围、力度与执行力均不如来自公司法和章程授权的股东大会,更不可能拥有股东大会类似财务预决算、经营决策权、重要人事任免权等实体决策权力,参见蔡奕:《完善公募基金份额持有人大会制度的几点思考》,载黄红元、卢文道主编:《证券法规》(第23卷),法律出版社2017年版,第357页。

[24] 《指引》第38条要求基金管理人应当按照法律法规规定和基金合同约定主动履行基础设施项目运营管理职责。

[25] 参见张宇、孙元祺:《中金:中国 REITs 的十大关键问题——短期着眼架构完善,长期关注经营活力》,载微信公众号“中金点睛”,<https://www.zhitongcaijing.com/content/detail/300501.html>,2021年1月13日访问。

[26] 参见李耀光:《基础设施 REITs:基金管理人欲戴其冠》,载微信公众号“YorkView”,https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1610549009&ver=2826&signature=76RHayawSEx7P9YEu9k0AGHANABQ87*0G-G2j*u3NMzDx6nyCKwIOMALy7vAYrOt5CqQU4YJdv4N-wMjAI5BkvCcSkDLH-rZl1MBc7u1ff*WFsLwb2BP0cVITg-DpnlxA&new=1,2021年1月13日访问。

利益诉求的同时,还需要满足政府及公众等群体对基础设施资产社会效益和环境效益的诉求。

其二,外部管理机构的受托责任不明晰。公募基金管理人短期内无法建立起资产运营管理的专业能力,可能与其他专业机构合作,而在基础设施 REITs 设计的过程中,需要以合理的方式加强原始权益人的参与。《指引》第 39 条规定,^[27] 基金管理人可以自己管理或者委托第三方进行管理。监管允许基金管理人外包部分职能,但为了保障投资人利益,并不豁免基金管理人对应的责任。在此情况下,基金管理人与外部的合作是非常关键的。但是,在委托外部管理机构管理基础设施时,基金管理人和外部管理机构的受托责任并不明晰,外部管理机构的法律地位和权利义务内容也不明确,层层委托关系如何认定受托责任有待考量。

三、构建基础设施 REITs 中 SPV 的信托架构

SPV 的法律主体地位是否清晰明确,是决定其能否实现真实出售、风险隔离的关键所在。我国基础设施 REITs 以专项计划为一层 SPV 架构,但专项计划的法律地位模糊,其能否实现风险隔离功能备受争议,在法律上是否可对抗第三人,也存在不确定性。实际上,我国已经通过《信托法》肯定了信托公司作为特殊目的载体的合法性,信托也因此成为目前有法可依的能够实现风险隔离的唯一方式,应当考虑构建基础设施 REITs 中 SPV 的信托架构。

(一) 服务信托推动信托业回归本源

服务信托的宗旨可概括为“受人之托,忠人之事”,而不是“受人之托,代人理财”。其核心内容是托管运营,信托公司仅提供托管、运营等管理服务,依照信托文件,妥当处理信托事务,而不是价值创造与风

[27] 根据《指引》第 39 条的规定,基金管理人可以委托外部管理机构负责部分运营管理职责,但其依法应当承担的责任不因委托而免除,同时应当自行派员负责基础设施项目公司财务管理;根据第 41 条的规定,基金管理人应当对接受委托的外部管理机构进行充分的尽职调查,以保证其履职能力。

险承担。因此,服务信托的目的主要是风险隔离、财产权利规划分配、交易按约执行等,主要考验其服务功能的设计安排能力、执行事务的能力。整个信托结构所追求的是独立、效率、公平、安全等价值,而不再局限于经济价值。在经济结构、社会结构转型发展的中国,服务信托具有极大的社会价值,也隐含巨大的商业价值。

服务信托依托于信托法律关系,并不违背信托原理。实践中,监管机构明确了信托主动、被动管理业务的划分标准。^[28] 学理上可将其分为积极信托和消极信托:积极信托,是指受托人能够积极地管理、运营、处分信托财产的信托;消极信托,是指受托人仅担任名义上或者法律上的财产权人的角色,不承担任何管理或者处分信托财产义务的信托。有部分观点认为,消极信托是无效的,^[29] 其理由是,委托人仅将其财产在名义上移转于受托人,有关信托财产之管理、使用、处分仍由委托人自行为之,这通常是规避法律的行为,除非有确实、正当的原因,不能承认合法性。另有观点认为消极信托并不无效,^[30] 消极信托本身在法律上并不必然是规避法律的行为。我国《信托法》第 11 条规定了信托无效的事由,比如信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益,但该条中没有将消极信托作为无效事由予以规定,这就说明我国《信托法》没有否定消极信托。有国家和地区的信托法对消极信托同样持比较宽容的态度,除非确认信托目的有违法事由,一般不会仅因消极信

[28] 2017 年,银监会下发《信托业务监管分类试点工作实施方案》。随该文件一并下发到信托公司的《信托业务监管分类说明(试行)》中,监管机构明确了信托主动、被动管理业务的划分标准。《信托业务监管分类说明(试行)》明确,主动管理型信托是指,信托公司具有全部或部分的信托财产运用裁量权,对信托财产进行管理和处分的信托。被动管理型信托是指,信托公司不具有信托财产的运用裁量权,而是根据委托人或是由委托人委托的具有指令权限的人的指令,对信托财产进行管理和处分的信托。

[29] 参见谢哲胜:《信托法》,元照出版公司 2014 年版,第 50 页;杨崇森:《信托法原理与实务》,三民书局 2010 年版,第 94 页;王志诚:《信托法》,五南图书出版公司 2006 年第 3 版,第 37 页。

[30] 参见吴从周等:《借名登记契约之实务争议探讨》,元照出版公司 2017 年版,第 39 页;赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社 2015 年版,第 307~308 页。

托而否认效力。^[31] 在服务信托中,受托人的职责内容弹性很大,最为极端的情形下,确有被列为消极信托的可能。受托人不提供代客理财的服务,一定程度上按照指令行事,但受托人在服务信托中都会承担或多或少的管理职责,不必然是消极信托。即使在消极信托中,只有确认委托人的信托目的违法,才能否定信托的效力。

信托是特殊目的载体的最佳选择,而服务信托是推动信托公司参与基础设施 REITs 的最优路径。从长期看,可构建由信托公司设立 REITs 的单层 SPV 架构,公开发行信托受益凭证,信托公司保有财产实现风险隔离,参考新加坡的受托人和管理人分离的模式,由信托公司委任基金管理人负责基金财产的管理。信托服务不仅是通道和套利,而是向收取服务费用转变。从现有分业经营的监管格局看,该模式存在较大的难度。因此,短期内可由信托公司作为基础设施 REITs 中的专项计划管理人,强调信托公司仅提供服务,以服务信托的理念构建 SPV 架构,具体的 REITs 管理则交由基金管理人负责。

我国的信托业务中习惯由一家信托机构承担受托人和管理人的双重角色,容易产生“刚性兑付”问题,刚性兑付是指信托机构对投资者购买的资管产品承诺保本保收益,在产品到期时,向投资者返还本金并按照事先承诺的预期收益率支付收益,本质上是信托机构对购买产品的投资者所做的隐性担保。信托机构可能因此挪用其他资管产品收益弥补亏损或将部分投资收益据为己有,这无疑加大了投资人的投资风险或减少了投资人应得的投资收益。我国司法实践明令禁止资管机构的刚性兑付行为,^[32] 而构建服务信托的法律架构可以一定程度上避免

[31] 日本《信托法》第 11 条规定:“信托不得以从事诉讼行为为主要目的。”韩国《信托法》第 5 条规定:“(一)信托之目的,不能违反良好的风俗和社会持续。(二)信托在其目的违法或不能成立时,则告无效。……”我国台湾地区“信托法”第 5 条规定:“信托行为,有下列各款情形之一者,无效:一、其目的违反强制或禁止规定者;二、其目的违反公共秩序或善良风俗者;三、以进行诉愿或诉讼为主要目的者;四、以依法不得受让特定财产权之人作为该财产权之受益人者。”

[32] 《九民纪要》第 92 条规定,信托公司、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同,人民法院应当认定该条款无效。受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的,人民法院依法予以支持。实践中,保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定,而是以“抽屉协议”或者其他方式约定,不管形式如何,均应认定无效。

该类行为的发生。

(二) 构建特定目的信托的 SPV 架构

特定目的信托是以《信托法》为法律基础,根据我国《信托法》第 2 条的规定,信托是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。信托公司作为受托人,是专项计划或信托计划的管理人,从发起机构或原始权益人处获得基础资产,并发行受益凭证,募集资金,持有信托受益证书的人对证券化资产有按份受益的权利。在这种结构下,风险隔离的效力是《信托法》所赋予的,《信托法》第 15 条规定,信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别,第 16 条规定,信托财产与属于受托人所有的财产相区别。因此,以信托形式进行资产转让,可以实现完全的风险隔离,具有最强的风险隔离效力。^[33] 为保证资产的“真实出售”与“风险隔离”,应当以信托法律规范构建 SPV,主要有两种路径。

其一,从立法和司法层面将专项计划认定为信托关系,适用信托法律规范。在立法层面,为明确信托关系,较为可行的方法是,将《管理规定》中对于专项计划的规定从部门规章上升至法律层级,使专项计划与信托计划殊途同归。有效力层级较高的法律作为支撑,这样才能使专项计划作为一种特殊的独立主体的理念渐入人心。在过去,企业资产证券化法律结构实际上采用委托代理的法律解释而具有的内在脆弱性,^[34]而现在的法律解释倾向于将其认定为信托关系。^[35]在司法实践层面,通过标准化的要件,认可专项计划的法律主体地位和基础资产独立性。实践中已出现不少典型案例,为此提供了重要审判参考,^[36]主要有以下几点:首先,认可基础资产具有独立性,区别于原始权益人和计划管理人的固有财产;其次,专项计划的交易安排(基础资

[33] 同前注[19]。

[34] 参见沈朝晖:《企业资产证券化法律结构的脆弱性》,载《清华法学》2017年第6期。

[35] 《九民纪要》第88条进一步明确资产管理业务构成信托关系的,当事人之间的纠纷适用信托法及其他有关规定处理。

[36] 安徽省合肥市中级人民法院(2018)皖01执异43号;广东省广州市中级人民法院在(2019)粤01执异272号;湖北省武汉市中级人民法院(2019)鄂01执异786号。

产转让、设置资产服务机构和计划的监管账户等)需完备且真实,能够被法院所理解和认可;最后,不以账户内资金归属界定基础资产的归属,需进一步判断该等资金是否已经特定化为专项计划财产。所以,未来立法和司法实践会更加支持将专项计划认定为信托关系,进而援引《信托法》第16条认可专项计划的风险隔离效果。

其二,信托公司作为专项计划管理人加入基础设施 REITs。部分有条件的信托公司,可探索作为专项计划管理人加入交易结构,即交易结构中的专项计划由信托公司设立。信托公司直接作为专项计划管理人加入基础设施 REITs 交易结构,需满足两个条件:一是信托公司应获得资产支持专项计划管理人试点资格,目前仅有中信信托、华能信托2家公司获得;^[37]二是应满足公募基金管理人与信托公司存在同一控制关系。以2家已获得专项计划管理人试点资格的信托公司中信信托、华能信托为例,其分别属于中信集团、华能集团。中信集团下属公司中信证券控制华夏基金,华能集团下属公司华能资本控制长城基金。尽管短期内符合条件的信托公司数量较少,但可作为信托公司开展基础设施 REITs 业务的长期方向。

实践中,信托公司作为专项计划管理人的模式在类 REITs 中已经有所突破,由华能贵诚信托担任管理人的“华能信托—世茂酒店物业权益型资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功发行。^[38]该项目通过“专项计划+信托”的双 SPV 模式,专项计划是全国首单由信托公司担任管理人的权益型类 REITs,亦是全国首单双层 SPV 结构由同一主体管理的类 REITs。该产品充分发挥信托的制度优势、功能优势,目标公司股权由华能信托代表投资人利益持有,真正实现了基础资产的“真实出售”和“风险隔离”,实现了从主体信用到资产信用的投资逻辑

[37] 参见百瑞信托:《现行监管框架下,信托公司如何参与公募 REITs 业务?》,载微信公众号“百瑞信托”,https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1610548662&ver=2826&signature=Gue1-0eK*kZqwGWfZ7pCel*ANkIcOGgSvNZ7jEoA-iosO2U-ERzYkRJ30iPdmTbfmWTq1RSUbmYXXwCBZaD6pJx*eezsnUckdWUKI5fQu*5fwl*j8tdKyGcaH4i-JKLh&new=1,2021年1月13日访问。

[38] 参见胡飞军:《华能信托+世茂酒店,首单信托公司担任管理人的权益类 REITs 成功发行》,载《证券时报》,<https://finance.sina.com.cn/money/fund/fundzmt/2020-09-29/doc-iivhuipp7118209.shtml>,2021年1月13日访问。

转换,其成功发行对于信托公司参与 REITs 试点工作具有重大里程碑意义,有利于提高资产运营效率,降低管理风险。该项目在证券化领域的探索和突破,对信托行业利用制度优势回归本源、发展服务型信托、参与基础设施 REITs 具有良好的借鉴意义。

四、完善基础设施 REITs 中公募基金的治理机制

在公募基金治理层面,基金管理人主导基金的运行并负责项目公司的管理,享有较多的管理权限,缺少来自基金持有人方面的监督机制,基金管理人委托的外部管理机构的受托责任也不明晰。因此,有必要对公募基金治理机制进行权力制衡的制度设计。

(一) 管理机构中的独立董事

基金设立的基础是投资人对基金管理人、基金托管人的信任,基金持有人作为受益人不得过多干预基金的日常投资运作与管理,因此基金份额持有人大会仅在重大事项决策上发挥作用,并没有在日常经营管理有太多作用,无法细致的监督管理人的行为,难以制衡管理人并解决利益冲突问题。而基金管理人基础设施 REITs 中最为重要的主动管理方,享有法定且广泛的职权。尤其是现行规范下,机构投资者的增加和原始权益人的战略配售,其与基金管理人可能属于同一关联集团,而公众投资者因为持有份额小且分散,容易受到大份额持有人的侵害。公司法中保护分散的股东利益的主要信托策略是在董事会中引入“独立董事”,他们拥有特殊的权力并承担特殊的责任。^[39] 因此,可以考虑在管理机构中引入“独立董事”,平衡各方权责利。

在我国的基础设施 REITs 现有架构中,代表投资人利益的“独立董事”进入管理机构的管理层,有以下几种可能:其一,公募基金管理人的管理层;其二,在公募基金管理人设立专门的子公司中;其三,在公募基金委托的外部管理机构中。我国公募基金管理人并非为单一 REITs 项目

[39] 参见[美]莱纳·克拉克曼、[美]亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2012年版,第65页。

专设的,REITs 管理人是作为基金管理人的基金公司,可能会同时管理多个 REITs 项目,董事会还需要兼顾整个基金公司的治理,因此在公募基金管理人的董事会中加入代表持有人利益的董事并不可取。但是其他主体具有一定的可操作性,在基础资产的运营管理机构中引入相应的监督机制,即在公募基金管理人设立专门的子公司或者委托的外部管理机构中,引入中立第三方的独立董事,切实地履行监督职责。独立董事的名额和职权不宜过多,不应过多干涉经营管理事项,应当以监督功能为主,对发现的利益冲突或其他重大事项负有及时报告和披露的义务。

社会需要受托人对信托财产进行积极的、主动的、专业性的运用,只有这样才能最大限度发挥信托财产的价值,满足财产管理的需要。所以,从信托原理出发,《信托法》赋予受托人积极管理、运用、处分信托财产的权力,赋予其自由裁量权,对受益人的保护手段,从限制受托人权限转化为完善信义义务的规定。

(二) 外部管理机构是信托受托人

REITs 不仅是资产本身具有价值,实际上是资产加管理,通过管理能够创造效益。根据《指引》规定,基金管理人除了有基金管理职责,还负责基础设施项目日常运营管理,具体职责包括但不限于:及时办理基础设施项目交割,有效归集和管理项目现金流,购买项目保险,办理租赁管理、协议签署、追收欠款、安保消防等。但我国公募基金管理人在股票、债券等标准化资产的投研方面更具优势,对于基础设施项目的运营管理经验相对欠缺。原始权益人对于项目的运营具有独特的优势,可以把原始权益人的人才和基金公司的牌照充分结合,展开深入合作。因此,《指引》允许公募基金管理人设立专门的子公司,或委托外部管理机构负责运营管理职责。外部管理机构一般可选择由原始权益人或其关联方担任,而基金管理人委托外部管理机构管理项目公司时,则存在是委托还是信托的疑问。

信托与委托有明显区别,信托关系下的管理责任实际上一般要远强于委托关系下的管理责任。两者在委托人收益和风险承担方面是一致的,但在行使权利的名义和行使权利的自由度方面存在区别,^[40]委

[40] 参见吴晓灵:《金融工具法律关系存四大争议》,载《中国银行保险报》2019年11月7日,第005版。

托关系中受托人只能以委托人的名义按照委托人的指令行事,而信托关系中受托人以自己的名义在合同范围内对财产的处置有很大自由裁量权。值得注意的是,如果委托人对自己保留有限的决策权,则该安排仍可归类为信托;如果委托人对财产及其使用保留了如此多的权力,相当于充分控制了受托人的决定和执行情况的,这种关系可能不被描述为“信托”,而是一个“委托代理”。^[41] 外部管理机构获取了管理项目公司相应的职权,不仅是与基金管理人之间的委托代理关系,而是与基金持有人的信托关系。基金持有人需要借助外部管理机构的专业知识和经验获利,外部管理机构也需要有行使管理权限的自由裁量权。因此,外部管理机构是信托法律关系中的信托受托人。

由于法律的强制要求,证券投资基金采用了投资人、管理人和托管人的三方结构。托管人在基金治理上被赋予补充管理人信用和制衡管理人滥权的功能,具有独立于管理人的法律地位。^[42] 从基础设施 REITs 中公募基金的权力架构看,受托人的权限被一分为三,分为基金管理、资金管理和资产运营管理。以商业银行为主的基金托管人负责资金管理,而基金管理人俨然扮演“受人之托、代客理财”的角色,负有对信托财产积极主动管理的职责,即基金管理和资产运营管理的职责。当基金管理人委托外部管理机构负责项目公司的运营时,资产运营管理的权限和义务就分配给了外部管理机构,从本质上说,这个属于基金托管,只不过不是资金托管,而是资产运营的托管。基金托管人的职责不应局限于基金财产的保管,当然可以包括资产运营的托管,受托人和管理人的多层分权,本质就是实现专业分工的经济目的和分权制衡的理念。所以,外部管理机构具有基金托管人的实质身份,属于信托关系中的受托人,提供资产运营管理的服务。

我国基础设施 REITs 治理的思路,是一种动态博弈的“平衡”。将受托管理财产的外部管理机构认定为信托关系的受托人,赋予外部管理机构一定的权力,可以激发管理人的积极性和发挥其专业能力,为

[41] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, Inc., 2011, p. 8.

[42] 参见洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》,载《中国法学》2019年第6期。

REITs 提供更多的商业动力;外部管理机构受信托法律规范的约束,使可能产生的利益冲突尽可能地化解到最低,有效地保护投资者的利益。因此,为明晰外部管理机构的受托人身份,可以考虑在基金合同或信托合同中明确规定,外部管理机构是基金托管人或信托受托人,为基金持有人利益服务,并对其负有信义义务。

(三) 外部管理机构负担的信义义务

在公司中,合同不确定性所带来的风险,都由剩余索取权人一己承担,公司的剩余索取权人是股票投资者,他们几乎得不到明确的承诺。相反,他们获得了投票权和由忠实义务和注意义务构成的信义义务的保护。^[43] 在我国基础设施 REITs 公募基金的治理机制中,除了发挥基金持有人大会的决策作用,还应重视对外部管理机构信义义务的规范。信义义务是对合同予以细致规定和进行额外监督的替代解决方案,外部管理机构不仅要遵守合同的约定,还需要遵守法律法规有关信义义务的规定。我国《信托法》中抽象地规定了受托人的信义义务——忠实义务和勤勉义务(善管注意义务)。《证券投资基金法》第9条、第21条也有类似规定,强调管理人恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务,在履行职责时,应当遵循基金份额持有人利益优先的原则。综合而言,信义义务主要分为忠实义务和注意义务。

1. 忠实义务

忠实义务是信义义务的核心要素,受托人必须首先考虑投资者的利益,而不是个人利益的最大化。^[44] 具体表现为两条规则:一是“避免利益冲突规则”(no-conflict rule),即受托人应避免其个人利益与受托义务相冲突;二是“不牟利规则”(no-profit rule),即受托人不得利用其受托人地位牟利。我国《信托法》虽然没有直接使用“忠实义务”的概念,但相关规定均体现为受托人应当负有忠实义务。《信托法》第25条规定,受托人应当恪尽职守,诚实、信用地为受益人的最大利益处理信托事务。本条实际上规定的是受托人积极的忠实义务。我国《信托

[43] 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、[美]丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》(中译本第2版),罗培新译,北京大学出版社2014年版,第102页。

[44] 同上,第103页。

法》第 26~28 条对消极的忠实义务作了具体规定,列举了三种被消极的忠实义务所禁止的行为,包括禁止利用信托财产为自己牟利,禁止将信托财产转为固有财产,原则上禁止受托人自我交易。^[45]

在传统的理论中,利益冲突交易是被禁止的,受托人必须以受益人的利益为唯一利益,在此目的之下从事一切受托活动,受托人不能将自己放在与受益人利益冲突的位置,但该理念目前已有所突破,法律规定的标准从“唯一利益”走向“最佳利益”。^[46] 信义义务的本质是限制受托人从事利益冲突行为,而非全面禁止,若能保证受托目的的实现和受益人之利益不受损害,则并无对受托人施加严苛限制的必要。^[47] 《信托法》第 28 条也只是原则上禁止受托人自我交易,信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意,并以公平的市场价格进行交易除外。

在基础设施 REITs 中,外部管理机构可能由原始权益人担任,其通过战略配售至少有 20% 以上的基金份额,还可能增加份额达到多数票,从而控制基金份额持有人大会。这样管理人在涉及“自我交易”和“共同交易”的关联交易时,可能存在类似于上市公司中“大股东侵害小股东”的情形发生。因此,为了防范此类利益冲突行为的发生,外部管理机构对于涉及自身的关联交易,需经持有人大会无利害关系的多数表决通过。同时,参照《指引》中针对基金管理人的分层表决机制,^[48]对重大关联交易实行更高的表决票数,且关联方应当回避表决,

[45] 《信托法》第 26 条规定:“受托人除依照本法规定取得报酬外,不得利用信托财产为自己谋取利益。受托人违反前款规定,利用信托财产为自己谋取利益的,所得利益归入信托财产。”第 27 条规定:“受托人不得将信托财产转为其固有财产。受托人将信托财产转为其固有财产的,必须恢复该信托财产原状;造成信托财产损失的,应当承担赔偿责任。”第 28 条规定:“受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易,但信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意,并以公平的市场价格进行交易的除外。受托人违反前款规定,造成信托财产损失的,应当承担赔偿责任。”

[46] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011 pp. 5, 146.

[47] 参见赵康慧:《信托法解释论》,中国法制出版社 2015 年版,第 306 页。

[48] 根据《指引》第 32 条规定,金额超过基金净资产 5% 但低于 20% 的关联交易应经持有人大会 1/2 表决通过,超过 20% 的须经持有人大会 2/3 表决通过。基金份额持有人与表决事项存在关联关系的,应当回避表决,其所持份额不计入有表决权的基金份额总数。

并依法进行信息披露。所以,与基金管理人一样,外部管理机构的关联交易也需要经过持有人大会的表决。在取得无利害关系的持多数表决权的份额持有人同意后,则表明受托人实施的关联交易获得法律和投资者的认可,并不违反信义义务。

2. 注意义务

注意义务要求受托人以谨慎、勤勉的方式履行义务,受托人必须根据其专业知识及所获取之信息选择适当的行为方式,为投资者的利益做出合理的决策。我国《信托法》第25条规定,受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。注意义务是一种“善意管理他人事务时应尽的注意义务”,其标准要比“处理自己事务时应有的注意义务”还要高。因此,在判断受托人是否达到注意义务时,必须结合其自身技能、其从事的职业和所在的阶层普遍应达到的标准。

在信托逐渐商业化、公司化的今天,很多主要的法域承认了受托人的经营管理权,使受托人受到类似“经营判断规则”的保护具有一定的合理性。^[49]在“经营判断规则”的逻辑中,为了受托人能真正发挥作用,在符合法律法规且没有利益冲突的前提下,只要外部管理机构出于投资者利益最大化的目的,在充分知情的基础上做出的合理决策,即使该决策最终给管理财产或投资者带来损害,也不能一律让其承担责任。同时,对于某些重要的商业决策,需要赋予外部管理机构召集基金持有人大会的权力和义务,从而发挥基金持有人大会的决策作用,防止外部管理机构违反信义义务的行为发生。

外部管理机构作为信托受托人,负责基础设施项目日常运营管理,在不超过法定或约定的资本性支出范围内,享有自由裁量权。而支出影响利润,项目公司的稳定分红又对投资者至关重要。《指引》第30条强制规定了基金管理人的分红义务,^[50]但没有规定利润分配的具体数额,项目公司的利润有可能会被其支出给削减,导致无利润可分或者

[49] 同前注[47],第38页。

[50] 《指引》第30条第1款规定,基础设施基金应当将90%以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者。基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于1次。

分配过少,无法满足投资者稳定收益的需求。国家发展改革委办公厅在 2020 年 7 月 1 日发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》,其中对试点项目的基本条件作出规定,要求试点项目预计未来 3 年净现金流分派率原则上不低于 4%。该条虽然对于利润分配的数额有原则性的规定,但“预计”和“原则上”等词语并不具备足够的强制性,依然可能存在特别情形导致无法满足条件,如项目维修改造的资本性支出使项目当期年度可分配利润减少。

根据注意义务,当外部管理机构所做的经营决策严重影响当期的利润分配,导致无利润可分或者利润分配过少,则需要审查外部管理机构的经营判断是否违反了注意义务。笔者认为,在不影响社会效益和环境效益等公共利益的前提下,或可由投资者自行决定是否对基础设施进行维修或改造等措施。比如,当经营决策所耗费的支出使当期净现金流分派率低于 4%,需要应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 1/2 以上表决通过;若低于 2%,需要应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 2/3 以上表决通过,且基金份额持有人与表决事项存在关联关系的,应当回避表决,其所持份额不计入有表决权的基金份额总数。

总之,外部管理机构负有的信义义务,是超越合同文本的法定义务,不限于合同的具体约定,不能以合同法思维替代信托法思维。^[51]尽管当事人可以通过合同事无巨细的约定受托人的义务,但是无法使受托人的义务确定化,法律也只能原则性地规定受托人的义务。受托人该如何管理信托财产会因环境和时间等因素产生变化,受托人职责和义务的履行又与裁量权的行使如影随形,法院在判断裁量权的行使是否恰当的时候并非专家。如何把这些抽象的法律义务转变成可以操作的规则,变成受托人的行为规则,实体法似乎很难胜任这一工作。只能仰仗司法创造性的、可累积的工作,逐渐形成比较清晰的规则,这也是使纸面的法规则变成“活的法”的必经之路。^[52]

[51] 参见王涌:《信义义务是私募基金业发展的“牛鼻子”》,载《清华金融评论》2019 年第 3 期。

[52] 同前注[47],第 38 页。

结 语

我国基础设施 REITs 采取“公募基金 + ABS”的双 SPV 架构,从本质上讲,公募基金和 ABS 都是信托法律关系。作为企业 ABS 的专项计划只是公募基金的通道,这不仅增加了成本,侵蚀投资回报,而且专项计划的法律性质存疑,本身缺乏独立性,可能受原始权益人或专项计划管理人破产风险的波及。在公募基金治理层面,缺乏对管理人的权力制衡机制,基金管理人主导基金的运行并负责项目公司的管理,享有较多的管理权限,缺少来自基金持有人方面的监督机制,基金管理人委托的外部管理机构的受托责任也不明晰。为保护投资者利益,应当以信托原理和《信托法》为基础,从纵向产品架构和横向基金管理两个层面,完善基础设施 REITs 的治理机制。

其一,构建基础设施 REITs 中特殊目的信托的 SPV 架构,以服务信托理念推动信托业回归本源。从长期看,由信托公司设立 REITs 的单层 SPV 架构,并委任基金管理人负责基金管理,简化产品架构,降低成本;从短期看,在立法和司法层面将专项计划认定为信托关系,适用信托法律规范,或可由信托公司作为专项计划管理人加入基础设施 REITs,从而充分发挥信托的制度优势和功能优势,实现信托财产的风险隔离效果。

其二,完善基础设施 REITs 中公募基金的治理机制,明确各主体之间的权利义务。从投资者的角度,在管理机构中引入独立董事制度,强化对管理人的监督;从资产管理人的角度,明确外部管理机构作为信托受托人的法律地位。以信托法原理为基础,完善受托人信义义务的规范,强调外部管理机构对基金持有人负有信托意义上的忠实义务和注意义务。为防止外部管理机构违反信义义务的行为发生,也需要发挥基金持有人大会的决策作用,对涉及关联交易和影响投资者重要利益的决策,交由持有人大会表决。

笔者希望通过信托原理和《信托法》的规范,完善基础设施 REITs 的治理机制,从而明晰各主体之间的权利义务,发挥基金持有人大会的

决策作用,督促受托人履行信义义务,使 REITs 回归其信托本质,更好地保护投资者的利益。

(编辑:何昕)